



株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおりサステナビリティ・リンク・ローンに対する
第三者意見を公表します。

株式会社プロパックホールディングス

サステナビリティ・リンク・ローン

新規

<サステナビリティ・リンク・ローン原則等への適合性確認結果>

本借入金はサステナビリティ・リンク・ローン原則等に適合する。

借入人	株式会社プロパックホールディングス
評価対象	サステナビリティ・リンク・ローン

要約

本第三者意見は、MCP キャピタルが、間接的にフジダンホールディングスの株式を取得するために設立した SPC（旧：CB ホールディングス、現：プロパックホールディングス）による LBO ファイナンス（タームローン A、タームローン B 及びコミットメントライン）（まとめて、本借入金）に対して、「サステナビリティ・リンク・ローン原則」¹及び「サステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」²（総称して SLLP 等）への適合性を確認したものである。株式会社日本格付研究所（JCR）は、SLLP 等で推奨されている評価の透明性及び客観性確保のため、独立した第三者機関として、プロパックホールディングス、子会社の株式会社フジダン及びプロパックホールディングスの出資者である MCP キャピタル株式会社のサステナビリティ戦略、本借入金で定められたキー・パフォーマンス・インディケーター（KPI）、サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPT）、特性、レポート、検証について確認を行った。なお、フジダンは KPI に寄与する事業者であることから同社のサステナビリティ戦略も合わせて確認する。

¹ Asia Pacific Loan Market Association (APLMA), Loan Market Association (LMA), Loan Syndications and Trading Association (LSTA). "Sustainability-Linked Loan Principles 2023" (<https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/>)
² 環境省 サステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2024 年版 (<https://www.env.go.jp/content/000062348.pdf>)

1) プロパックホールディングス、フジダン及び MCP キャピタルの概要及びサステナビリティ戦略

プロパックホールディングス及びフジダン

プロパックホールディングスは、パッケージング業界における独立系の中堅中小メーカーの成長、事業の永続を企図して、“独立系メーカーの連合体”作りの受け皿として 2024 年 5 月に設立され、12 月から活動を開始した持株会社である。

プロパックホールディングスの中核子会社であるフジダンは、創業 70 年超の関東地方に事業基盤を置く独立系の中堅段ボールメーカーである。埼玉県の大宮、本庄及び神奈川県の小田原に工場を有し、段ボールシート、段ボールケースの製造等を行っており、2024 年 12 月時点で従業員数 180 名を擁している。フジダンは、段ボールシートを製造可能な機械であるコルゲータを保有し、関東地方における中・小ロットの段ボールシート、段ボールケース市場において高いシェアを有している。

プロパックホールディングス及びフジダンでは環境に関する方針等、定まったものはないが、段ボールシートメーカーとして環境負荷の低減に取り組みを行っている。プロパックホールディングスの経営陣は、グループの中核会社として、今後規模の拡大を進めていく上では、あらゆるステークホルダーの要請にこたえることが不可欠と考えており、ESG についても重要と認識している。

プロパックホールディングス及びフジダんに、サステナビリティに関する専門部署はないものの、大宮工場の製造部門が、自治体向けの報告資料作成や環境改善活動等の改善活動を統括する役割を担っている。また、サステナビリティを討議する場として、プロパックホールディングスの取締役会が活用されている。

MCP キャピタル

プロパックホールディングスのスポンサーである MCP キャピタルは、2000 年にみずほキャピタルパートナーズとして設立されたプライベート・エクイティ業務を行う企業である。「日本企業の持続的な成長を支援します。」の理念を掲げ、これまで 6 つのファンドを設立、合計で 1,500 億円超の資金を集めて企業の事業承継や成長支援を行ってきた。2025 年 1 月現在では、プロパックホールディングスを含めて 39 の企業への投資実績を有している。

MCP キャピタルにおいても、企業理念に基づき、継続的なサステナビリティ、長期的投資の最大化、価値の追求を目指している。また、「ESG 基本方針」を策定しており、ESG 要素を投資判断に反映することを定め、投資決定時のネガティブスクリーニング、投資判断、モニタリングの際に ESG 課題について考慮されているかを確認している。また、サステナビリティの体制については、代表取締役が SG 運用方針の統括責任者としてコミットしている。また、その企画・運営は IR 担当者が行っている。MCP キャピタルでは、サステナビリティに特化した会議体はないものの、投資の決定を行う投資委員会や、その内容をモニタリングする委員会において、サステナビリティに関する議論が行われている。

2) KPI・SPT の設定

プロパックホールディングスは、本借入金で以下の KPI 及び SPT を設定している。

KPI：フジダンにおける主要3工場（岩槻工場、本庄工場、小田原工場）におけるCO₂排出量原単位の削減率

SPT：2030年度に主要3工場におけるCO₂排出量原単位を2018年度比で30%削減

※上記に加え、2024年度～2029年度の各年度目標も設定。

プロパックホールディングスにおいてフジダンは中核企業であり、非開示であるものの売上に占める割合は非常に大きい。また、KPIで示された3工場は主力工場であることから、これらを対象としてKPIを設定することは適切と評価している。

なお、日本政府は、2021年10月に改定された地球温暖化対策計画において、2050年のカーボンニュートラル、及び中間目標として、2030年度に2013年度比で温室効果ガスを46%削減するという目標を表明している。産業部門のCO₂排出量は、これまでの企業の省エネルギーの推進等により、2022年度の実績で24.0%（2013年度比）の削減が達成されているが、プロパックホールディングス及びフジダンが属している同部門の取り組みは今後とも重要である。

また、段ボール製造企業で組織された全国段ボール工業組合連合会（全段連）では、CO₂排出量に関して、環境自主行動計画を設定し、CO₂総排出量を2006年度～2008年度の3年間平均に対し、2025年度で23%、2030年度で30%削減する目標を設定している。当該環境自主行動計画においては、CO₂排出量原単位についても記載があり、2025年及び2030年のCO₂排出量原単位が示されている。（2025年度：45.24t-CO₂/百万m²、2030年度：40.98t-CO₂/百万m²）

従って、プロパックホールディングス及びフジダンが設定したCO₂排出量原単位の削減は重要と評価している。

なお、KPIをCO₂排出量ではなく、CO₂排出量原単位とすることについて、プロパックホールディングスの事業戦略において、フジダンの段ボールシート生産量の増加を計画しており、生産量増加に応じてボイラーの稼働が増加することからCO₂排出量の増加につながるため、CO₂排出量をKPIとする場合、今後のプロパックホールディング及びフジダンの事業展開を困難にする恐れがある。一方で全段連の見通しでは段ボール生産量は横ばいまたは微減の見込みである。JCRでは、一層の効率化や省エネによって、フジダンのCO₂排出量原単位（CO₂総排出量/生産量（m²））を低減させることにより、より効率的で省エネルギーな段ボールシートの生産量が増加し、ひいては全段連の環境自主行動計画に掲げられたCO₂排出量原単位目標と整合的な段ボールシートの生産が達成されると評価しているため、本KPIは有意義である。

本KPI過年度実績は、2018年度から2023年度まで、基準年度対比で7.49%削減（単年度1.5%削減）となっている。2030年度までにCO₂排出削減原単位を2018年度比で30%削減させる本SPTは、フジダンのBAUを超える努力が求められるものである。また、本SPTは国内における段ボールシートの生産量見込みを踏まえると、全体として段ボールシート市場におけるCO₂排出量の削減につながることから、パリ協定の目標とも整合的であり、全段連が設定した2030年度の目標を上回る数値と評価している。以上より、本SPTは野心的である。

JCR は、本借入金に基づいて調達される借入金の特性として、SPT の達成状況に応じて、財務的特性を変化させる取り決めとなっていることを確認した。また、SPT 達成状況に応じた財務的特性等との連動方法の設定、実行後のレポート内容についても適切に計画されている。

以上より、JCR は、本借入金 が SLLP 等に適合していることを確認した。

I. 第三者意見の位置づけと目的

JCR は、本借入金に対して SLLP 等に沿って第三者評価を行った。サステナビリティ・リンク・ローンとは、借入人が予め定めた意欲的な SPT の達成にインセンティブを設けることで、借入人が持続可能な社会の実現に貢献することを狙いとした借入金をいう。SLLP 等は、KPI の選定、SPT の測定、借入金の特性、レポートニング、検証という 5 つの核となる要素で構成されている。本第三者意見の目的は、SLLP 等で推奨されている評価の透明性及び客観性確保のため、JCR が独立した第三者機関として、本借入金の SLLP 等への適合性を確認することである。

II. 第三者意見の概要

本第三者意見は、プロパックホールディングスが 2024 年 6 月に借入を行い、2025 年 1 月にサステナビリティ・リンク・ローンに必要な変更契約を行ったサステナビリティ・リンク・ローンに対する意見表明であり、以下の項目で構成されている。

1. プロパックホールディングス、フジダン及び MCP キャピタルのサステナビリティ戦略
2. KPI の選定
3. SPT の測定
4. 借入金の特性
5. レポートニング・検証
6. SLLP 等への適合性に係る結論

III. SLLP 等への適合性について

1. プロパックホールディングス、フジダン及び MCP キャピタルのサステナビリティ戦略

(1) 事業の概要

プロパックホールディングス及びフジダン

プロパックホールディングスは、パッケージング業界における独立系の中堅中小メーカーの成長、事業の永続を企図して、“独立系メーカーの連合体”作りの受け皿として 2024 年 5 月に設立され、12 月より活動を開始した持株会社である。2025 年 1 月時点で持株会社の下には 16 社が連なっており、各々が独立系の中堅中小のメーカーとして事業を行っている。プロパックホールディングスの前身は、株式会社フジダンホールディングスであり、2024 年に MCP キャピタル株式会社が出資するファンドと資本業務提携を行ったのち、資本関係の整理を行い現在の形態となった。

プロパックホールディングスの中核子会社であるフジダンは、創業 70 年超の関東地方に事業基盤を置く独立系の中堅段ボールメーカーである。埼玉県岩槻、本庄及び神奈川県小田原に工場を有し、段ボールシート、段ボールケースの製造等を行っており、2024 年 12 月時点で従業員数 180 名を擁している。

フジダンが事業を展開している段ボールシート、段ボールケース市場は、大手製紙メーカーの系列企業と独立系企業が混在している。概して、大手製紙メーカーの系列企業や独立系大手企業は大口ロットの注文に強みを有し、独立系中堅企業は中・小ロットの注文に強みを有しており、両者の棲み分けが行われている。フジダンは、段ボールシートを製造可能な機械であるコルゲータを保有し、関東地方における中・小ロットの段ボールシート、段ボールケース市場において高いシェアを有している。

フジダンでは上記の強みを生かし、ここ 10 年で売上を 2 倍に伸ばすなど、独立系の中堅メーカーとして業界における地位の確立に努めてきた。

MCP キャピタル

MCP キャピタルは、2000 年にみずほキャピタルパートナーズとして設立されたプライベート・エクイティ業務を行う企業である。「日本企業の持続的な成長を支援します。」の理念を掲げ、これまで 6 つのファンドを設立、合計で 1,500 億円超の資金を集めて企業の事業承継や成長支援を行ってきた。2025 年 1 月現在では、プロパックホールディングスを含めて 39 の企業への投資実績を有している。

(2) 経営理念

プロパックホールディングス及びフジダン

プロパックホールディングスの企業名の“PRO”には、「Professional = 段ボールのプロ」、「Progress = 未来への前進・発展」、「Prosperity = 人・社会と共に企業として繁栄」という意味が込められており、業界の規範として活動し続けるという企業精神をウェブサイトで示している。

フジダンでは「品質第一」をモットーに、低コスト、高品質、短納期を追求し、最適なパッケージの在り方を提案する、とホームページで謳っている。また、環境負荷の低減にも取り組んでいる。

MCP キャピタル

MCP キャピタルは、前述の通り、「日本企業の持続的な成長を支援します。」の理念の下、2000年から傘下のファンドを通じて対象企業に対して投資を行っている。MCP キャピタルは、「長期保有」及び「企業の成長」をファンドの特徴として挙げている。長期にわたって株式を保有することで、短期的成果だけでなく、中長期的施策を実施することが可能となり、結果として企業の成長を実現することができるというものである。

(3) 環境への取り組み

プロパックホールディングス及びフジダン

プロパックホールディングス及びフジダンでは環境に関する方針等、定まったものはないが、段ボールシートメーカーとして環境負荷の低減に取り組みを行っている。プロパックホールディングスの経営陣は、グループ全体として今後規模の拡大を進めていく上では、あらゆるステークホルダーの要請にこたえることが不可欠と考えており、ESG についても重要と認識している。

具体的には、フジダンの岩槻、本庄及び小田原の3工場における省エネ活動はもちろんのこと、段ボールについても、より環境負荷の低い製品についても開発を進めている。具体例として、段ボール製造の過程ではボール紙同士の接着剤として糊を使用するが、従来の製造工程では、環境や人体に悪影響を与えるおそれがあるホウ素化合物を用いた糊を使用している。フジダンでは、食品メーカーなどからの要望に応じて他社と協力の上で、このホウ素化合物（ホウ砂）を使用せず、従来の段ボールと強度が変わらない段ボールを開発した³。今後は、この製品の販売拡大を計画している。

また、フジダンでは、「ecodan（エコダン）プロジェクト」として、自社の「エコダンボール」を購入すると、その収益の一部を、植林を行う NPO 法人に寄付を行う活動を行っている⁴。

MCP キャピタル

MCP キャピタルでは、企業理念に基づき、継続的なサステナビリティ、長期的投資の最大化、価値の追求を目指している。また、「ESG 基本方針」を策定しており、ESG 要素を投資判断に反映することを定め、投資決定時のネガティブスクリーニング、投資判断、モニタリングの際に ESG 課題について考慮されているかを確認している。MCP キャピタルでは投資先企業の社会的価値の向上を目的として投資を行っているため、フジダンの環境に関する目標が、MCP キャピタルの目標達成にリンクすると考えている。

³ フジダンウェブサイト <https://fujidan.com/info/info-158/>

⁴ フジダンウェブサイト <https://fujidan.com/ecology/>

(4) ガバナンス・サステナビリティ推進体制

プロパックホールディングス及びフジダン

プロパックホールディングス及びフジダンに、サステナビリティに関する専門部署はないものの、岩槻工場の製造部門が、自治体向けの報告資料作成や、環境改善活動等の改善活動を統括する役割を担っている。

また、サステナビリティを討議する場として、プロパックホールディングスの取締役会が活用されている。

MCP キャピタル

代表取締役が運用方針の統括責任者として、サステナビリティに関してコミットしている。また、その企画・運営は IR 担当者が行っている。

MCP キャピタルでは、サステナビリティに特化した会議体はないものの、投資の決定を行う投資委員会や、その内容をモニタリングする委員会において、サステナビリティに関する議論が行われている。

2. KPIの選定

(1) 評価の観点

本項では、本借入金で定める KPI に係る有意義性について確認を行う。具体的には、借入人のビジネス全体にとって関連性がある中核的で重要なものであること、借入人の現在や将来の事業運営にとって高い戦略的意義を有すること、一貫した方法論に基づく測定又は定量化が可能であること等について確認を行う。

(2) KPI の選定の概要と JCR による評価

▶▶▶ 評価結果

本借入金のKPIは、SLLP等で示されている具備すべき条件の全てを満たしている。

プロパックホールディングスは、本借入金で以下の KPI を設定している。

KPI	KPI：フジダンにおける主要 3 工場（岩槻工場、本庄工場、小田原工場）における CO ₂ 排出量原単位の削減率
-----	---

【KPI の有意義性 製造業における気候変動・CO₂削減の位置づけ】

世界全体の 2022 年の CO₂ 排出量は 369.3 億 t-CO₂ であり、うち製造業含む産業部門（Industry）の CO₂ 排出量は 90.0 億 t-CO₂ と約 25% を占める⁵。日本の 2022 年度の総 CO₂ 排出量は 10.37 億 t-CO₂ であり、うち製造業含む産業部門の CO₂ 排出量は 3.52 億 t-CO₂ と約 34% を占めている⁶。

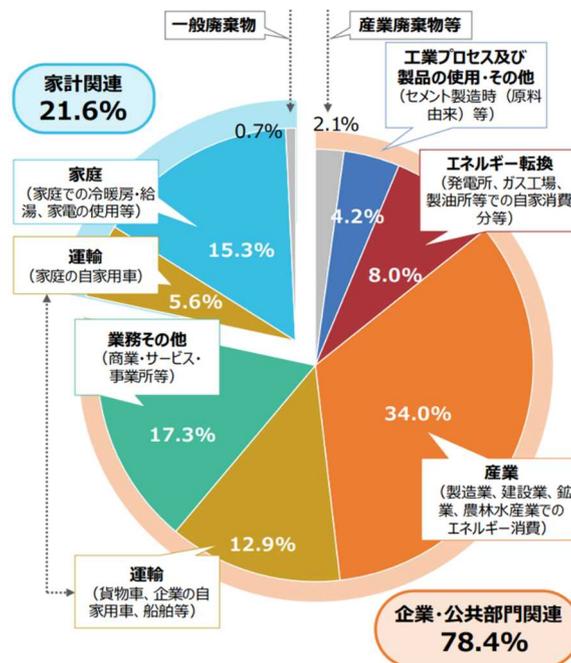


図 5：日本の 2022 年度二酸化炭素排出量（排出部門別、電気熱配分後）⁶

⁵ 「World Energy Outlook 2023」（IEA）参照（構成比はいずれも産業部門にかかる電気・熱配分後の数値に基づく）

⁶ 環境省 2022 年度の温室効果ガス排出・吸収量（詳細）<https://www.env.go.jp/content/000215754.pdf>

日本政府は、2021年10月に改定された地球温暖化対策計画⁷において、2050年のカーボンニュートラル、及び中間目標として、2030年度に2013年度比で温室効果ガスを46%削減するという目標を表明した。産業部門のCO₂排出量は、これまでの企業の省エネルギーの推進等により、2022年度の実績で24.0%（2013年度比）の削減が達成されているが、同部門の取り組みは今後とも重要であるとしている。

以上より、段ボール製造を行っているプロパックホールディングス及びフジダンのCO₂排出削減に向けた取り組みは重要であると言える。

【KPIの有意義性 業界における取り組み】

段ボール製造企業で組織された全段連では、CO₂排出量に関して、環境自主行動計画を設定しCO₂総排出量を2006年度～2008年度の3年間平均に対し、2025年度で23%、2030年度で30%削減⁸する目標を設定している。当該環境自主行動計画においては、CO₂排出量原単位についても記載があり、2025年及び2030年のCO₂排出量原単位が示されている。

従って、プロパックホールディングス及びフジダンが設定したCO₂排出量原単位については業界においても削減すべき目標として設定されている。

【KPIの有意義性 プロパックホールディングスにおけるKPIの位置づけ】

プロパックホールディングスにおけるフジダンは中核企業であり、非開示であるものの売上に占める割合は非常に大きいことを確認している。

フジダンは、前述の通り段ボールシートの製造を行っており、そのためにコルゲータ⁹を導入している。このコルゲータを用いて段ボール原紙を段ボールシートに加工する際に段ボール原紙を熱するためのボイラーの熱源が必要となる。フジダンを含む段ボールメーカーではこの熱源を重油や都市ガス等によって賄っており、段ボールシートの製造では多量のCO₂排出が生じる。これらのCO₂排出量原単位を削減するためには省エネ、効率化の取組が必須になり、これは企業価値向上の一助になるとプロパックホールディングス及びフジダンではとらえている。

また、KPIをCO₂排出量ではなく、CO₂排出量原単位とすることについて、フジダンが、プロパックホールディングスの事業戦略における中核的役割を果たすことが期待されていることを踏まえる必要がある。プロパックホールディングスの事業戦略においては、フジダンの段ボールシート生産量の増加を計画しており、生産量増加に応じてボイラーの稼働が増加することからCO₂排出量の増加につながるため、CO₂排出量をKPIとする場合、今後のプロパックホールディング及びフジダンの事業展開を困難にする恐れがある。

フジダンの段ボール生産量が増加すると段ボール生産におけるCO₂排出総量が増加するとの考えもあるが、フジダンも加盟している前述の全段連では、段ボール生産量見込みは横ばいから微減の見込みであり、フジダンの段ボール生産量の増加が段ボールメーカー全体のCO₂排出量増加には結びつかない。一方、一層の効率化や省エネによって、フジダンのCO₂排出量原単位（CO₂総排出量/生産量（m²））を低減させることにより、より効率的で省エネルギーな段ボールシートの生産量が増加し、

⁷ 令和3年10月22日閣議決定「地球温暖化対策計画」<https://www.env.go.jp/content/900440195.pdf>

⁸ 2030年度の目標値は2025年度にレビューを行う。

⁹ 段ボール特有の波形に加工した紙（中しん原紙）に表・裏の紙（ライナー）を上下に貼りあわせて、段ボールをつくり、さらに、その段ボールに折り目（スリスコ）を入れ、注文の寸法に切断する機械。

ひいては全段連の環境自主行動計画に掲げられた CO₂ 排出量原単位目標と統合的な段ボールシートの生産が達成される。これはプロパックホールディングス、フジダン及び MCP キャピタルの ESG やサステナビリティに関する戦略の実現にも資すると JCR では評価している。

以上から、本 KPI は、プロパックホールディングス及びフジダンの効率化や省エネルギーの取り組みに貢献するものであり、業界団体である全段連の計画にも沿うものであることから、有意義であると評価している。

【一貫した方法論に基づく測定又は定量化の可否（外部からの検証可能性）】

本 KPI である「フジダンにおける主要 3 工場（岩槻工場、本庄工場、小田原工場）CO₂ 排出量原単位」の計算基礎となる CO₂ 排出量は、環境省の「地球温暖化対策の推進に関する法律」において定められた「温室効果ガス排出量算定・報告・公表制度」の方式によって定義されている。当該算定制度は、環境省によって報告制度が整備されており、その内容は環境省ウェブサイトで公表されている。生産数量についても、経済産業省の「エネルギーの使用の合理化及び非化石エネルギーへの転換等に関する法律」（省エネ法）に基づく報告書類によって報告されている。

以上より、本 KPI は一貫した方法論に基づく定量化が実施され、外部からも検証可能である。

3. SPTの測定

(1) 評価の視点

本項では、本借入金の SPT に係る野心性について確認を行う。具体的には、選定された KPI における重要な改善を表し、Business as Usual (BAU、当該プロジェクトを実施しない場合、もしくは成り行きの場合) の軌跡を超える等の野心的なものであること、可能な場合にはベンチマークや外部参照値と比較可能であること、借入人の全体的なサステナビリティ戦略およびビジネス戦略と整合していること、ファイナンス開始時までにはあらかじめ定められた時間軸(目標年度等)に基づいて SPT が決定されること等の観点から確認を行う。

(2) SPTの測定の概要と JCR による評価

▶▶▶ 評価結果

本借入金の SPT は、SLLP 等で示されている具備すべき条件の全てを満たしている。

プロパックホールディングスは、本借入金で以下の SPT を設定している。

SPTs	SPT：2030 年度に主要 3 工場における CO ₂ 排出量原単位を 2018 年度比で 30%削減 ※上記に加え、2024 年度～2029 年度の各年度目標も設定。
------	---

i. 過年度実績との比較 (BAU を超える野心的なものか)

本 KPI の過年度実績および SPT の設定は、以下の表に示す通りである。

表：フジダン主要 3 工場の CO₂ 排出量原単位の過年度実績及び SPT¹⁰

年度	2018		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CO ₂ 排出量 原単位	52.93		49.40	49.08	48.97	47.65	46.21	44.62	43.04	40.23	38.64	37.03
基準年度比 削減率	—		6.67%	7.28%	7.49%	9.99%	12.70%	15.70%	18.70%	24.00%	27.00%	30.00%
単年度削減 率(目標)	—		—	—	—	2.50%	2.71%	3.00%	3.00%	5.30%	3.00%	3.00%

*1 CO₂ 排出量原単位：t-CO₂/百万 m²

*2 基準年度：2018 年度

本 KPI (2030 年度に主要 3 工場における CO₂ 排出量原単位を 2018 年度比で 30%削減) の受検済過年度実績は、2018 年度から 2023 年度まで、基準年度対比で 7.49%削減(単年度 1.5%削減)となっている。フジダンは、これまでも設備投資においてサステナビリティを意識しており、岩槻・本

¹⁰ フジダン提供資料から JCR にて作成。2018 年度の数値については、小田原工場の使用電力分のうち 8~11 月が推定値である。

庄工場におけるボイラー燃料を重油から都市ガスに転換したり、工場敷地内の機械をこまめに節電したりするなど、省エネの取り組みを進めてきた。

この状況において、本 SPT は、2030 年度までに CO₂ 排出削減原単位を 2018 年度比で 30%削減させるものである。これは、残り 7 年間で 22.5%の削減が求められ、単年度に直すと、3.2%/年の削減が必要となる。この目標を超える単年度の原単位削減幅は、直近では、新型コロナウイルスが流行した 2020 年度しか達成できておらず、フジダンの BAU を超える努力が求められるものである。また、2024 年度～2029 年度の各年度目標は、基準年度と 2030 年度目標を線形で結び、そこから設備投資等の計画を踏まえて設定された。

以上より、本 SPT は過年度実績との比較において野心的である。

ii. ベンチマーク（科学的根拠・外部参照値など）との比較

【科学的根拠との比較】

プロパックホールディングスが設定した、フジダンの主要 3 工場における CO₂ 排出量原単位の 30%削減は、基準年度の 2018 年度から 2030 年度までに平均で 2.5%の削減が求められる。なお、国内における段ボールシートの生産量は、近年、横ばいから微減となっており、その中でフジダンが CO₂ 排出量原単位を低下させるとともに生産量を増加させることは、全体として段ボールシート市場における CO₂ 排出量の削減につながる。従って、パリ協定において目標とされた、産業革命以前と比較して地球の平均気温の上昇を 2°C を十分に下回るよう抑えるという目標（年 2.5%以上）とも整合的であると JCR では評価している。

【同業他社との比較】

本 SPT について、関東地方に事業基盤を有する、中・小ロットに得意分野を有する独立系の中堅段ボールメーカーを比較すると、明確に定量的な目標を設定している企業はいないことを確認している。

【国・地域の目標など水準との比較】

フジダンが属する全段連では、CO₂ 排出量に関して、環境自主行動計画を設定し、CO₂ 総排出量を 2006 年度～2008 年度の 3 年間平均に対し、2025 年度で 23%、2030 年度で 30%削減する目標を設定している。当該環境自主行動計画においては、CO₂ 排出量原単位についても記載があり、2025 年度及び 2030 年度の CO₂ 排出量原単位が示されており、それぞれ、45.24t-CO₂/百万 m²、40.98 t-CO₂/百万 m² である¹¹。2025 年の目標については劣後するものの、取り組みにかけることのできる時間が短いことや、フジダンの CO₂ 排出原単位削減の取り組みが今後本格化することを考慮する必要がある。また、2030 年度の目標は上回っており、中長期的に見て野心的な目標と評価できる。

iii. SPT 達成に向けた計画・取り組み

¹¹ 全段連 第四次環境自主行動計画（温暖化対策）2023 年度実績フォローアップ調査結果（2024 年 7 月 30 日）
<https://zendanren.or.jp/files/libs/2319//202407301025202872.pdf>

プロパックホールディングス及びフジダンは、SPT 達成に向けて、下記のような施策を実施していく予定である。

1. 設備投資

- ボイラーの更新
- 燃料の転換
- 蒸気トラップの改善
- 高効率モータへの更新

2. CO₂フリー電力の導入

以上のうち、1.設備投資については、金額が大きくなることや、一年中工場が稼働していることから、工場設備の定期点検等のタイミングを測って投資・導入をする必要がある。なお、設備投資が行われた年の CO₂ 排出量原単位の削減幅は大きくなる。

また、CO₂フリー電力についても検討が行われており、これらの取り組みによって CO₂ 排出量原単位の削減を行う予定である。

以上より、本借入金の SPT は野心的であることを JCR は確認した。

(3) JCRによるインパクト評価

JCRは、本借入金のSPTに係るポジティブなインパクトの増大及びネガティブなインパクトの回避・管理・低減の度合いについて、国連環境計画金融イニシアティブ（UNEP FI）が策定したポジティブ・インパクト金融原則の第4原則で例示されているインパクト評価基準の5つの観点に沿って確認した。

① 多様性：多様なポジティブ・インパクトがもたらされるか

本借入金のSPTは、以下のとおりUNEP FIの定めるインパクト・エリア／トピックのうち、「気候の安定性」等にインパクトがもたらされる。

社会	人格と人の安全保障	紛争	現代奴隷	児童労働	
		データプライバシー	自然災害		
	健康および安全性				
	資源とサービスの入手可能性、アクセス可能性、手ごろさ、品質	水	食料	エネルギー	住居
		健康と衛生	教育	移動手段	情報
		コネクティビティ	文化と伝統	ファイナンス	
	生計	雇用	賃金	社会的保護	
	平等と正義	ジェンダー平等	民族・人種平等	年齢差別	その他の社会的弱者
社会 経済	強固な制度・平和・安定	法の支配		市民的自由	
	健全な経済	セクターの多様性		零細・中小企業の繁栄	
	インフラ				
	経済収束				
自然 環境	気候の安定性				
	生物多様性と生態系	水域	大気	土壌	
		生物種	生息地		
	サーキュラリティ	資源強度		廃棄物	

また、本借入金のSPTは、プロパックホールディングス及びフジダンのサプライチェーンのうち「製造」段階へのインパクトが期待される。



段ボールシート		○			
---------	--	---	--	--	--

② 有効性：大きなインパクトがもたらされるか

本 SPT の対象となる事業範囲については、プロパックホールディングスの中核子会社であるフジダンの製造工場（岩槻、本庄、小田原工場）をカバーしている。

フジダンは、創業 70 年超の関東地方に事業基盤を置く独立系の中堅段ボールメーカーであり、中・小ロットの注文に強みを有している。フジダンは、段ボールシートを製造可能な機械であるコルゲータを保有し、関東地方における中・小ロット市場において高いシェアを有している。フジダンでは上記の強みを生かし、ここ 10 年で売上を 2 倍に伸ばすなど、独立系の中堅メーカーとして業界における地位の確立に努めてきた。

プロパックホールディングスは、パッケージング業界における独立系の中堅中小メーカーの成長、事業の永続を企図して、“独立系メーカーの連合体”作りの受け皿として 2024 年 5 月に設立され、12 月より活動を開始した持株会社であり、今後のプロパックホールディングスの事業拡大によっては、新しく傘下に入った企業における CO₂ 排出量原単位の削減取り組みや、同様の独立系中堅メーカーにおける CO₂ 排出原単位削減目標の設定等の広がりが期待される。

また、プロパックホールディングス及びフジダンの取り組みは、業界団体である全段連の設定した 2030 年度目標とも整合的であると評価している。

以上より、本借入金の SPT は大きなインパクトをもたらすことが期待される。

③ 効率性：投下資本に比して大きなインパクトがもたらされるか

本借入金の SPT は、フジダンの経営理念及びスポンサーである MCP キャピタルの企業理念や ESG 方針とも整合した内容である。また、本 SPT に関するフジダンの設備投資計画について、プロパックホールディングスおよびフジダンの経営陣によって審議・決定が行われる。

従って、本 SPT に関する取り組みが推進されることにより、投下資本に比して効率的なインパクトの発現が期待される。

④ 倍率性：公的資金や寄付に比して民間資金が大きく活用されるか

本項目は今回の評価においては対象外である。

⑤ 追加性：追加的なインパクトがもたらされるか

本借入金の SPT は、次のページにリストアップしたとおり、SDGs の 17 目標及び 169 ターゲットのうち複数の目標・ターゲットに対して追加的なインパクトが期待される。



目標 7 : エネルギーをみんなに そしてクリーンに

ターゲット 7.2 2030 年までに、世界のエネルギーミックスにおける再生可能エネルギーの割合を大幅に拡大させる。

ターゲット 7.3 2030 年までに、世界全体のエネルギー効率の改善率を倍増させる。



目標 9 : 産業と技術革新の基盤をつくろう

ターゲット 9.4 2030 年までに、資源利用効率の向上とクリーン技術及び環境に配慮した技術・産業プロセスの導入拡大を通じたインフラ改良や産業改善により、持続可能性を向上させる。すべての国々は各国の能力に応じた取組を行う。



目標 13 : 気候変動に具体的な対策を

ターゲット 13.1 すべての国々において、気候関連災害や自然災害に対する強靱性（レジリエンス）及び適応力を強化する。

4. 借入金の特徴

(1) 評価の視点

本項では、本借入金における借入金の特徴について、予め設定された SPT が達成されるか否かによって、ファイナンス条件等は変化するか等を確認する。

(2) 借入金の特徴の概要と JCR による評価

▶▶▶ 評価結果

本借入金における借入金の特徴は、SLLP等で示されている具備すべき条件の全てを満たしている。

本借入金における借入金の財務的・構造的な特徴は、SPT の達成状況により変動することとしている。本借入金における具体的な変動内容は、利率のステップ・ダウンであり、本借入金の金銭消費貸借契約書及び特約書において具体的に特定される。

以上より、本借入金で定められた特徴について、各原則等で示されている具備すべき条件の全てを満たしていることを、JCR は確認した。

5. レポーティング・検証

(1) 評価の視点

本項では、本借入金におけるレポーティングの内容について、選定された KPI の実績に係る最新情報や SPT の野心度を判断できる情報等が、年に 1 回以上開示されるか等を確認する。また、本借入金で定められた検証について、選定された KPI の実績に対する独立した外部検証は実施されるか、当該検証内容は開示されるか等を確認する。

(2) レポーティング・検証の概要と JCR による評価

▶▶▶ 評価結果

本借入金におけるレポーティング・検証は、SLLP等で示されている具備すべき条件の全てを満たしている。

本借入金が最終的に返済されるまでのあいだ、MCP キャピタル及びフジダンは以下の内容について貸付人に対して開示する予定である。

項目	レポーティング内容	レポーティング時期
KPI 実績	各年度最終日時点の KPI 実績	年次
SPTs の達成状況	判定日における SPTs 達成状況	年次

MCP キャピタル及びフジダンは、本 KPI の実績に関する第三者検証について、基準年度及び過去 3 年の実績について検証を受けている。また、今後も第三者検証を受検予定であることを JCR は確認した。

以上より、本借入金におけるレポーティングについて、各原則等で示されている具備すべき条件の全てを満たしていることを、JCR は確認した。

6. SLLP 等への適合性に係る結論

以上より、JCR は本借入金 が SLLP 等に適合していることを確認した。

(担当) 梶原 康佑・後藤 遥菜

本評価に関する重要な説明

1. JCR 第三者意見の前提・意義・限界

日本格付研究所 (JCR) が付与し提供する第三者意見は、International Capital Market Association (ICMA) / Asia Pacific Loan Market Association (APLMA)、Loan Market Association (LMA)、Loan Syndications and Trading Association (LSTA) が策定したサステナビリティ・リンク・ボンド/ローン原則及び環境省が策定したサステナビリティ・リンク・ボンド/ローンガイドラインへの評価対象の適合性に関する、JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該評価対象がもたらすポジティブなインパクトの程度を完全に表示しているものではありません。

本第三者意見は、依頼者から供与された情報及び JCR が独自に収集した情報に基づく現時点での計画又は状況を評価するものであり、将来における状況への評価を保証するものではありません。また、本第三者意見は、サステナビリティ・リンク・ボンド/ローンによるポジティブな効果を定量的に証明するものではなく、その効果について責任を負うものではありません。設定されたサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲットの達成度について、JCR は発行体/借入人又は発行体/借入人の依頼する第三者によって定量的・定性的に測定されていることを確認しますが、原則としてこれを直接測定することはありません。

2. 本第三者意見を提供するうえで参照した国際的なイニシアティブ、原則等

本第三者意見を提供するうえで JCR は、ICMA/APLMA、LMA、LSTA、環境省及び国連環境計画金融イニシアティブが策定した以下の原則及びガイドを参照しています。

- ・サステナビリティ・リンク・ボンド/ローン原則
- ・サステナビリティ・リンク・ボンド/ローンガイドライン
- ・ポジティブ・インパクト金融原則

3. 信用格付業に係る行為との関係

本第三者意見を提供する行為は、JCR が関連業務として行うものであり、信用格付業に係る行為とは異なります。

4. 信用格付との関係

本件評価は信用格付とは異なり、また、あらかじめ定められた信用格付を提供し、又は閲覧に供することを約束するものではありません。

5. JCR の第三者性

本評価対象者と JCR との間に、利益相反を生じる可能性のある資本関係、人的関係等はありません。

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体/借入人及び正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、又はその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であると問わず、当該情報の正確性、結果的正確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、又は当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であると問わず、一切責任を負いません。本第三者意見は、評価の対象であるサステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワーク【】に係る各種のリスク（信用リスク、価格変動リスク、市場流動性リスク等）について、何ら意見を表明するものではありません。また、本第三者意見は JCR の現時点での総合的な意見の表明であって、事実の表明ではなく、リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本第三者意見は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、又は撤回されることがあります。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。本文書の一部又は全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■用語解説

第三者意見：本レポートは、依頼人の求めに応じ、独立・中立・公平な立場から、サステナビリティ・リンク・ファイナンス・フレームワークについて、ICMA/APLMA、LMA、LSTA によるサステナビリティ・リンク・ボンド/ローン原則への適合性に対する第三者意見を述べたものです。

■サステナブル・ファイナンスの外部評価者としての登録状況等

- ・国連環境計画 金融イニシアティブ ポジティブインパクト作業部会メンバー
- ・環境省 グリーンボンド外部レビュー者登録
- ・Climate Bonds Initiative Approved Verifier (気候債イニシアティブ 認定検閲機関)
- ・ICMA (国際資本市場協会) に外部評価者としてオブザーバー登録) ソーシャルボンド原則、Climate Transition Finance 作業部会メンバー

■その他、信用格付業者としての登録状況等

- ・信用格付業者 金融庁長官 (格付) 第1号
- ・EU Certified Credit Rating Agency
- ・NRSRO : JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

株式会社 **日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官 (格付) 第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル